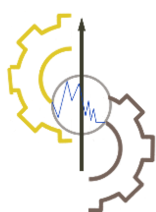
E-ISSN: 2717-4581 | P-ISSN: 2783-1345



Innovation Management and Operational Strategies

www.journal-imos.ir

Inov. Manage. Oper. Stra. Vol. 2, No. 2 (2021) 167–179.





Paper Type: Original Article

# Investigating the Effect of Investor Pressure on Dividend Policy

**Seyed Reza Seyed Nezhad Fahim[1,*], Ayat Balali[2], Fereshteh Hasanzadeh[3]**

*[1] Department of Accounting, Lahijan Branch, Islamic Azad University, Lahijan, Iran; s.rezafahim@liau.ac.ir.*
*[2]Department of Accounting, Siahkal Center, Islamic Azad University, Siahkal, Iran; ayatbalali@yahoo.com.*
*[3] Department of Accounting, Qadir Institute of Higher Education, Langarud, Iran; f.h.hassanzade@gmail.com.*

***Citation:***



Seyed Nezhad Fahim, S, R., Balali, A., & Hasanzadeh, F. (2021). Investigating the effect of investor pressure on dividend policy. *Innovation management and operational strategies*, *2*(2), 167-179.

Received: 22/05/2021 Reviewed: 13/07/2021 Revised: 09/08/2021 Accept: 29/08/2021

## Abstract

**Purpose:** Dividend payment decisions are one of the critical components of corporate policy and one of the most important issues in the financial literature. On the one hand, they affect companies' investments. On the other hand, many shareholders with short-term investment horizons want to distribute cash dividends, so managers must constantly balance their interests and profitable investment opportunities to maximize wealth. This study examines the effect of investor pressure on dividend policy.

**Methodology:** Eighty-four companies listed on the Tehran Stock Exchange from 2013 to 2018 were selected. Using the combined data approach, we tested the research hypotheses.

**Findings:** The results of this study indicate that the pressure of investors has a positive and significant effect on the dividend per share and the ratio of dividends to sales.

**Originality/Value:** Explaining the policy of profit sharing of companies and its determining factors is one of the biggest challenges that has always been faced by thinkers in the field of financial economics, which was examined in the present study.

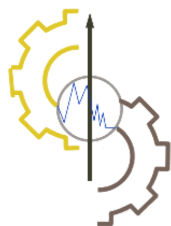
**Keywords:** Dividend policy, Investor pressure, Swing trade.

https://doi.org/10.22105/imos.2021.291730.1126

http://dorl.net/dor/20.1001.1.27831345.1400.2.2.5.3

Corresponding Author: s.rezafahim@liau.ac.ir





Innovation Management & Operational Strategies

# مدیریت نوآوری و راهبردهای عملیاتی

دوره ۲، شماره ۲، (۱۴۰۰)، ۱۷۹-۱۶۷
www.journal-imos.ir



نوع مقاله: پژوهشی

## بررسی تأثیر فشار سرمایه‌گذاران بر سیاست تقسیم سود

**سیدرضا سیدنژاد فهیم[1,*]، آیت بلالی[2]، فرشته حسن‌زاده[3]**

[1]گروه حسابداری، واحد لاهیجان، دانشگاه آزاد اسلامی، لاهیجان، ایران.
[2]گروه حسابداری، مرکز سیاهکل، دانشگاه آزاد اسلامی، سیاهکل، ایران.
[3]گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی قدیر، لنگرود، ایران.

### چکیده

**هدف:** تصمیمات مربوط به پرداخت سود سهام به‌عنوان یکی از مؤلفه‌های اساسی در سیاست مدیریتی شرکت‌ها و از مهم‌ترین مباحث مطرح در ادبیات مالی می‌باشد؛ ازیک‌طرف عامل اثرگذار بر سرمایه‌گذاری‌های پیش‌روی شرکت‌ها است و از طرف دیگر بسیاری از سهامداران با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت خواهان تقسیم سود نقدی هستند، ازاین‌رو مدیران باهدف حداکثر کردن ثروت همواره باید بین علایق مختلف آنان و فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری تعادل برقرار کنند.

**روش‌شناسی پژوهش:** در این پژوهش تأثیر فشار سرمایه‌گذاران بر سیاست تقسیم سود موردبررسی قرار گرفت. برای دستیابی به هدف پژوهش، ۸٤ شـرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۷ انتخاب شد و با استفاده از رویکرد داده‌های ترکیبی، فرضیه‌های پژوهش آزمون شدند.

**یافته‌ها:** نتایج این پژوهش حاکی از آن است که فشار سرمایه‌گذاران بر سود تقسیمی هر سهم و نسبت سود تقسیمی به فروش تأثیر مثبت و معناداری دارد.

**اصالت/ارزش‌افزوده علمی:** تشریح و تبیین سیاست تقسیم سود شرکت‌ها و عوامل تعیین‌کننده آن یکی از بزرگ‌ترین چالش‌هایی است که همواره پیش روی متفکران حوزه اقتصاد مالی بوده است که در پژوهش حاضر مورد بررسی قرار گرفت.

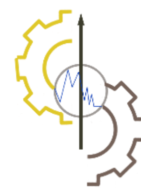
**کلیدواژه‌ها:** سیاست تقسیم سود، فشار سرمایه‌گذار، معاملات نوسانی.

### ۱- مقدمه

هدف اصلی مدیران مالی در شرکت‌ها، حداکثر سازی ثروت سهامداران است که به دو روش افزایش سود سهام و افزایش قیمت سهام (عایدی سرمایه) امکان‌پذیر است. شرکت‌ها برای رسیدن به این هدف، باید از مجموع دو رقم سود سهام و افزایش قیمت در بازار، مطلوب‌ترین ترکیب را به دست آورند. ازاین‌رو شرکت‌ها باید در مورد سیاست تقسیم سود خود، یعنی مقدار سود نقدی که باید بین سهامداران توزیع شود، تصمیم‌گیری کنند. سیاست تقسیم سود، اندازه و الگوی توزیع وجه نقد به سهامداران را در طی زمان مشخص می‌کند. این موضوع، یکی از تصمیمات بلندمدت و استراتژیک شرکت بوده و بر تصمیمات مالی و سرمایه‌گذاری شرکت نیز اثرگذار است. کشف و شناسایی دقیق عوامل اثرگذار بر سیاست تقسیم سود هنوز یکی از مباحث مهم در حوزه حسابداری و مدیریت مالی شرکت‌هاست. درصورتی‌که عوامل اثرگذار بر پرداخت سود تقسیمی و میزان تأثیر آن‌ها مشخص شود، مدیران به دید بهتری در مورد موقعیت شرکت خود

* نویسنده مسئول
s.rezafahim@liau.ac.ir

https://doi.org/10.22105/imos.2021.291730.1126
http://dorl.net/dor/20.1001.1.27831345.1400.2.2.5.3





ازلحاظ تقسیم سود دست می‌یابند و بهتر می‌توانند تصمیم‌گیری کنند (ایزدی نیا و همکاران ، ۲۰۱۰). از طرفی استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی، تمایل دارند از توان شرکت در ایجاد منابع نقدی و توزیع آن بین سهامداران آگاهی یابند تا از یک‌سو تصویری روشن از وضعیت کنونی شرکت به دست آورند و از سوی دیگر، بتوانند وضعیت آینده شرکت را مورد ارزیابی قرار دهند. در این میان، سود سهام نقدی به دلیل عینیت و ملموس بودن، نزد ذینفعان و مدیران شرکت‌ها، از جایگاه ویژه‌ای برخوردار است (کرمی و همکاران ، ۲۰۱۱). یکی دیگر از [2] عامل‌هایی که می‌تواند بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها تأثیرگذار باشد، فشار سرمایه‌گذاران است که سرمایه‌گذاران فعال یاد گرفته‌اند که از تاکتیک‌های فشار استفاده نمایند. همیشه بین مدیران و صاحبان سهام عمده ازیک‌طرف و هزاران سرمایه‌گذار کوچک از طرف دیگر بر سر مسئله تقسیم سود و تأمین مالی تضاد وجود دارد. هدف سرمایه‌گذاران خرد از سرمایه‌گذاری بیشتر دریافت سود نقدی است و مایل هستند که بازده سهام خود را به شکل سود نقدی دریافت نمایند، از طرف دیگر سهامداران عمده مایل هستند که سود در شرکت نگهداری و صرف توسعه گردد و درنتیجه قیمت سهام شرکت از این طریق افزایش یابد (حیدری و شیرین بخش ، ۲۰۱۸). همچنین در سال‌های اخیر به دلیل حجم بالای نقدینگی در کشور و جذابیت بازار سهام، منجر به ورود سرمایه‌گذاران زیادی با سرمایه‌های اندک به این بازار شده است و اکثر آن‌ها تمایل به کسب سودهای آربیتراژی در کوتاه‌مدت هستند.

تشریح و تبیین سیاست تقسیم سود شرکت‌ها و عوامل تعیین‌کننده آن‌یکی از بزرگ‌ترین چالش‌هایی است که همواره پیش روی متفکران حوزه اقتصاد مالی بوده است؛ پژوهشگران متعدد پس از انجام چندین دهه بررسی و مطالعه در این خصوص، هنوز نائل به درک کامل تمامی عوامل اثرگذار بر سیاست تقسیم سود شرکت و چگونگی تعامل بین این عوامل نگردیده‌اند (اعتمادی و اسماعیلی کجانی ، ۲۰۱۶). از طرفی، هنوز زوایای ناشناخته بی‌شماری در این زمینه وجود دارد که پژوهش در این زمینه را ضروری می‌سازد. درک و فهم عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود علاوه بر حفظ منافع سرمایه‌گذاران، باعث رشد شرکت و درنهایت افزایش امکان سودآوری و جلب رضایت سهامداران از سیاست‌های شرکت می‌شود (وانگ ، ۲۰۱۲). لذا هدف این پژوهش بررسی نقش فشار سرمایه‌گذاران بر سیاست تقسیم سود است. در ادامه، پس از ارائه مبانی نظری و پیشینه پژوهش‌های انجام‌شده، فرضیه‌ها و متغیرهای پژوهش مطرح‌شده است؛ درنهایت به تجزیه‌وتحلیل یافته‌ها، نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادات پرداخته می‌شود.

## ۲- مبانی نظری پژوهش

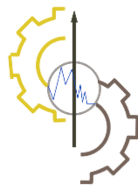
تصمیمات مربوط به پرداخت سود سهام به‌عنوان یکی از مؤلفه‌های اساسی در سیاست مدیریتی شرکت‌ها و از مهم‌ترین مباحث مطرح در ادبیات مالی می‌باشد؛ زیرا سود تقسیمی بیانگر پرداخت‌های نقدی عمده شرکت‌ها و یکی از مهم‌ترین گزینه‌ها و تصمیمات فراروی مدیران به شمار می‌رود (صراف و چاوشی طهرانی ، ۲۰۱۶). تقسیم سود را از دو جنبه مهم می‌توان بررسی نمود. از یک‌سو می‌توان آن را به‌عنوان یك عامل اثرگذار بر سرمایه‌گذاری‌های پیش روی شرکت دانست. چراکه تقسیم سود موجب کاهش منابع داخلی و افزایش نیاز به منابع خارجی می‌شود. از سوی دیگر بسیاری از سهامداران شرکت خواهان تقسیم سود نقدی هستند، ازاین‌رو مدیران باهدف حداکثر کردن ثروت همواره باید بین علایق مختلف آنان و فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری تعادل برقرار کنند؛ بنابراین تصمیمات تقسیم سود که از سوی مدیران شرکت‌ها اتخاذ می‌شود بسیار حساس و دارای اهمیت است و مدیر باید تصمیم بگیرد که چه میزان از سود شرکت، تقسیم و چه میزان در قالب سود انباشته مجدداً در شرکت سرمایه‌گذاری شود. به‌رغم اینکه پرداخت سود تقسیمی مستقیماً سهامداران را بهره‌مند می‌سازد، توانایی شرکت در انباشت سود به‌منظور بهره‌گیری از فرصت‌های رشد را تحت تأثیر قرار می‌دهد (بیکر و پاول ، ۲۰۰۹). [7]

هیچ تئوری فراگیر و جامعه‌ای درباره نحوه پرداخت سود سهام وجود ندارد و آنچه در مورد تمایل به پرداخت و نحوه تقسیم سود سهام نقدی بیان می‌شود از طریق نظراتی که پژوهشگران و مدیران شرکت‌ها ارائه می‌دهند ایجادشده است (درایور و همکاران ، ۲۰۲۰)؛ اما مهم‌ترین [8]

---

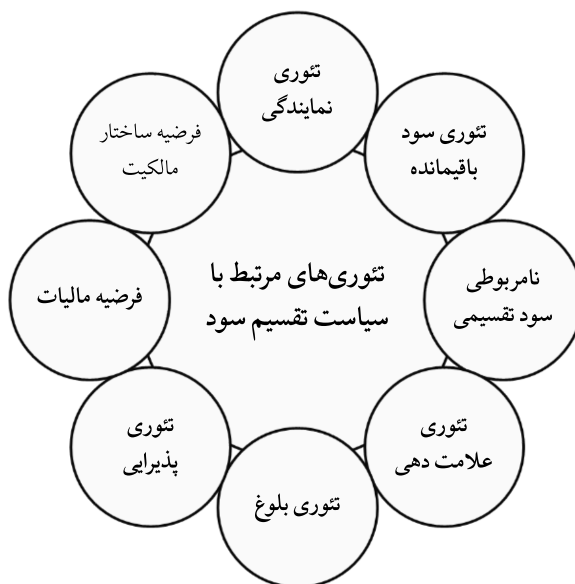
[1] Izadinia et al.
[2] Karami et al.
[3] Heidari Haratemeh and Shirinbakhsh
[4] Etemadi and Esmaeili Kojani
[5] Wang
[6] Saraf and Chavoshi Tehrani
[7] Baker and Powell
[8] Driver et al.

عوامل تعیین‌کننده سطح سود تقسیمی، محدودیت‌های مالی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، اندازه شرکت، فشار سهامداران و قوانین مصوب می‌باشد (خدامی‌پور و همکاران[۱]، ۲۰۱۳). پژوهشگران تاکنون مدل‌ها و تئوری‌های بسیاری برای تشریح و تبیین عوامل مؤثر بر تصمیمات تقسیم سود ارائه نمودند که در **شکل ۱** نشان داده‌شده است.










**شکل ۱- تئوری‌های مرتبط با سیاست تقسیم سود (اعتمادی و اسماعیلی کجانی، ۲۰۱۶).**

**Figure 1- Theories related to profit sharing policy (Etemadi and Ismaili Kojani, 2016).**

ازجمله متداول‌ترین و ماندگارترین تئوری در خصوص سود سهام، تئوری نمایندگی است که درنتیجه جدایی منافع مدیریت و مالکیت در شرکت‌ها ایجادشده است. فرض بنیادین تئوری نمایندگی، عمل افراد در جهت حداکثر کردن منافع شخصی‌شان است و ازآنجاکه تابع مطلوبیت افراد لزوماً همیشه با یکدیگر منطبق نیست، مدیران لزوماً همواره در پی کسب حداکثر منافع برای مالکان نخواهند بود. مالکان نیز با آگاهی از این تضاد منافع و احتمال بروز رفتارهای فرصت‌طلبانه از سوی مدیریت با استفاده از سازوکارهای حاکمیت شرکتی درصدد کاهش مشکلات نمایندگی هستند.

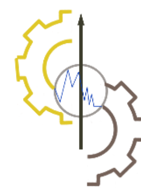
جنسن[۲] (۱۹۸۶) بیان کرد که مدیران تمایل دارند که با افزایش رشد و اندازه شرکت، منابع تحت کنترل خود را توسعه دهند تا با این کار در کنار ملاحظات شهرت، باعث افزایش قدرت مانور خود نیز شوند. طبق تئوری نمایندگی، یکی از راهکارهای کاهش مشکل نمایندگی بین مالکان و مدیران، تقسیم سود است.

در خصوص نقش تقسیم سود در کاهش مشکلات نمایندگی نظریه‌های مختلفی مطرح‌شده است. طبق نظریه جانشینی[۳] پیش‌بینی می‌شود شرکت‌های دارای نظام حاکمیت شرکتی ضعیف سود نقدی بیشتری توزیع نمایند تا از این طریق حسن نیت خود را در خصوص عدم سوءاستفاده از منابع شرکت اثبات کنند. لذا از دیدگاه این نظریه، تقسیم سود یکی از باصرفه‌ترین ابزارهای در اختیار شرکت‌های دارای مشکلات نمایندگی بالا است (اعتمادی و اسماعیلی کجانی، ۲۰۱۶). این روایت سود سهام را از منظر مثبت، به‌عنوان ابزاری برای تحت‌فشار قرار دادن مدیران برای رد پروژه‌های غیر سودآور و بازگرداندن پول نقد برای تخصیص کارآمد توسط بازار سهام معرفی می‌کند.

در سال‌های اخیر به دلیل ورود فناوری‌های جدید، پوشش رسانه‌ای، کاهش زمان معامله و هزینه‌های آن، نوسانات بازار که نتیجه آن افزایش کارایی بازار است رقابتی در بین سرمایه‌گذاران برای کسب سود آربیتراژ در مدت‌زمانی کوتاه ایجاد نموده است. این موضوع باعث ایجاد فشار بیش‌ازحد از سوی سهامداران و سرمایه‌گذاران بر مدیران و اعضای هیئت‌مدیره شده که آن‌ها را به سمت پرداخت سود بیشتر به سهامداران سوق می‌دهد. سازمان همکاری و توسعه اقتصادی[۴] (*OECD*) هشدار داده است که فُعالیت سهامداران غالباً به شکل اعمال

[۱] Khodamipoor et al.
[۲] Jensen
[۳] Substitute
[۴] Economical

فشار برای بازپرداخت پول نقد انجام می‌شود و ممکن است مانع سرمایه‌گذاری‌های تولیدی شود. ازاین‌رو، این موضوع شرکت‌ها را برای در اختیار داشتن منابع مالی بیشتر جهت سرمایه‌گذاری و کسب سود بیشتر دچار مشکل نموده است (درایور و همکاران، ۲۰۲۰).





فانگ و همکاران[1] (۲۰۱٤) بیان می‌کنند که نقدینگی بالای شرکت‌ها، سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدتی را که اغلب برای کسب سودهای فعلی معامله می‌کنند، به خود جذب می‌کند. شکل خاصی از استراتژی معامله به نام معاملات نوسانی[2] وجود دارد که از الگوی خرید، نگهداری و سپس فروش جهت کسب سود معین متفاوت است. معامله‌گران نوسانی سهامی را انتخاب می‌کنند که نقد شوندگی آن‌ها امکان معامله آسان (مانند سهام شرکت‌های بزرگ) را فراهم کند، جایی که نوسانات باعث می‌شود معاملات آگاهانه پنهان شوند و هزینه‌های معامله پایین بیاید. این در حالی است که همه‌گیر شدن این گرایش می‌تواند به کارکرد اصلی بازار سرمایه که همان تأمین مالی بلندمدت برای شرکت‌ها است لطمه وارد شود. به گفته گالاگر[3] (۲۰۱۳) ویژگی‌های سهام معاملات نوسانی عبارت‌اند از سهام شرکت‌های بزرگ با گردش مالی بالا و اختلاف قیمت خریدوفروش پایین (درایور و همکاران، ۲۰۲۰). فرضیه ما در اینجا این است که شرکت‌هایی که بیشتر در معرض معامله‌گران نوسانی قرار دارند تمایل دارند با پرداخت بیشتر سود نقدی از قیمت سهام خود حمایت کنند.

## ۳- پیشینه پژوهش

کومراتاناپانیا و سانتراوک[4] (۲۰۱۳) در تحقیقی تحت عنوان فاکتورهای اثرگذار بر سود تقسیمی در تایلند با استفاده از تجزیه‌وتحلیل رگرسیون به این نتیجه رسیدند که اهرم مالی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد فروش اثر منفی و از سوی دیگر، اندازه شرکت اثر مثبت بر سود سهام دارند.

کازمریسکا-جوزویاک[5] (۲۰۱۵) در پژوهش خود به بررسی عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود در یک بازه زمانی از سال ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۲ به بررسی ٤۰۹ شرکت لهستانی پرداخت. تجزیه‌وتحلیل داده‌های رگرسیون به نشان‌دهنده این امر بود که عوامل مختلفی بر سیاست تقسیم سود در بازار لهستان تأثیرگذار است که از آن جمله اندازه، سودآوری و نسبت قیمت به سود رابطه مستقیم؛ نسبت بدهی و نقدینگی رابطه غیرمستقیم با سود تقسیمی دارند.

زاگنل[6] وهمکاران (۲۰۱۸) بر اساس تغییرات قانون مالیات در برزیل در یک بازه زمانی از ۱۹۸٦ تا ۲۰۱۱ به بررسی تأثیر تغییرات قانون مالیات در سیاست‌های سود سهام شرکت‌ها پرداختند. برای این منظور نمونه‌ای شامل ٦۷۲ شرکت را موردبررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که تغییرات قانون مالیات تأثیر قابل‌توجهی در پرداخت سود سهام شرکت‌ها داشته است و همچنین، سود سهام تا حدودی به پرداخت‌های قبلی بستگی داشت.

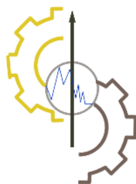
تران[7] (۲۰۲۰) به بررسی نقش فساد مالی بر سیاست تقسیم سود با توجه به تئوری نمایندگی پرداخت. فساد مالی هزینه‌های نمایندگی را افزایش می‌دهد، ازاین‌رو سهامداران انگیزه بیشتری برای کنترل مدیران دارند. وقتی فساد مالی بیشتر باشد، مدیران شرکت برای پرداخت‌های غیررسمی باید از منابع شرکت استفاده کنند. درنتیجه سهامداران که این خطر را تشخیص می‌دهند باید مدیران را مجبور به پرداخت سود سهام بیشتر کنند تا مشکل نمایندگی را کاهش دهند. نتایج این پژوهش با نمونه‌ای از ۲۰۵۳۱۶ مشاهده از ۴۷ کشور نشان داد که فساد رابطه مثبتی با میزان سود سهام پرداختی دارد.

درایور و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهش خود با عنوان "چگونه فشار سرمایه‌گذار منجر به پرداخت سود سهام بیشتر می‌شود" به بررسی این موضوع پرداختند. آن‌ها در پژوهش خود دریافتند که علیرغم چشم‌انداز اقتصادی نامشخص ناشی از کوید ۱۹[8] (کرونا)، کسری بازنشستگی



[1] Fang et al.
[2] Oscillating Trades
[3] Gallagher
[4] Komrattanapanya and Suntraruk
[5] Kaźmierska-Jóźwiak
[6] Zagonel et al.
[7] Tran
[8] COVID-19

و صرف‌نظر از اینکه شرکت‌ها چقدر سود کسب کرده‌اند، پرداخت سود سهام شرکت‌های انگلیسی رو به افزایش است و دلیل این امر فشار سرمایه‌گذاران شرکت‌ها است.







باروز و همکاران[1] (۲۰۲۱) نقش سهامداران فعال را در تصمیمات تقسیم سود شرکت‌های غیرمالی ایالات‌متحده بررسی کردند. دوره موردمطالعه از سال ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۷ با استفاده از روش‌های کمی و کیفی بود. یافته‌های این پژوهش از این ادعا پشتیبانی می‌کند که کمپین‌های فعال به‌طور مثبتی با احتمال تصمیم شرکت‌ها برای پرداخت سود سهام مرتبط هستند.

کرمی و همکاران (۲۰۱۱) نقش سهامداران نهادی را بر سیاست تقسیم سود موردمطالعه قرار دادند. دوره موردمطالعه از سال ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۸ به مدت ۱۰ سال است. نتایج بیانگر وجود رابطه منفی و معنادار بین سطح سهامداران نهادی و سود سهام پرداختی بوده است. این امر نشان می‌دهد که حضور سهامداران نهادی سبب کاهش استفاده از سود سهام به‌عنوان علامتی برای عملکرد خوب شرکت می‌شود و مؤید تئوری علامت‌دهی است.

مرادی و دلدار[2] (۲۰۱۲) تأثیر سهامداران غیر نهادی بر سیاست تقسیم سود را بررسی کردند. وجود سهامداران غیر نهادی، تضاد نمایندگی میان مدیریت و مالکیت را به همراه دارد. نمونه این تحقیق شامل ۱۴۴ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۰-۱۳۸۹ می‌باشد. نتایج حاصل از این مطالعه نشان می‌دهد که با افزایش درصد مالکیت سهامداران غیر نهادی، سود تقسیمی شرکت‌ها کاهش می‌یابد.

کردستانی و تیموری[3] (۲۰۱۷) در پژوهش خود با عنوان تأثیر اطلاعات محرمانه بر خط و مشی سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود به بررسی موضوع پرداختند. برای این منظور اطلاعات ۶۹۲ سال-شرکت مورد تجزیه‌وتحلیل قرار دادند. یافته‌ها نشان داد که بین اطلاعات محرمانه و سرمایه‌گذاری شرکت رابطه مثبت وجود دارد که برخلاف انتظار است. اگرچه این شواهد از طریق فرصت‌های رشد توجیه می‌شود. همچنین بین اطلاعات محرمانه و سیاست تقسیم سود شرکت رابطه مستقیمی مشاهده نشده است.

محمدزاده مقدم و همکاران[4] (۲۰۱۸) در پژوهش خود با عنوان تأثیر کیفیت سود بر سیاست تقسیم سود به بررسی موضوع پرداختند. بدین منظور برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، تعداد ۱۰۵ شرکت، در بازه زمانی پنج‌ساله ۱۳۹۰ تا ۱۳۹٤، شامل ۵۲۵ سال-شرکت انتخاب نمودند. نتایج حاصل بیانگر آن است بین کیفیت اقلام تعهدی و سیاست تقسیم سود رابطه مستقیم و معنی‌داری وجود دارد که این نشان از قابلیت اعتماد اقلام تعهدی دارد، درحالی‌که رابطه بین مدیریت سود و سیاست تقسیم سود ازلحاظ آماری معنی‌دار نبوده که درواقع می‌توان نمود در شرکت‌های ایرانی روند پرداخت سود تقسیمی تابعی از مدیریت سود نیست و این خبر خوبی برای سهامداران بازار سرمایه کشور به شمار می‌رود. حاجی و شریفی[5] (۲۰۲۰) رابطه عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود را بررسی کردند. جامعه آماری پژوهش ۱۳۲ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ انتخاب‌شده است. نتایج پژوهش نشان داد بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

## ۴- فرضیه تحقیق

با استناد به مبانی نظری، فرضیه‌های این پژوهش را می‌توان به‌صورت زیر مطرح کرد:

**فرضیه اول:** بین فشار سرمایه‌گذاران و نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم رابطه معناداری وجود دارد.

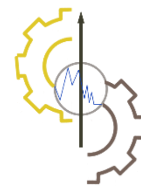
**فرضیه دوم:** بین فشار سرمایه‌گذاران و نسبت سود تقسیمی به فروش رابطه معناداری وجود دارد.

---

[1] Barros et al.
[2] Moradi and Deldar
[3] Kordestani and Teymori
[4] Mohammadzade Moghadam et al.
[5] Haji and Sharifi

## ۵- روش پژوهش

روش پژوهش حاضر از نوع توصیفی همبستگی بوده و طرح آن از نوع تجربی و با استفاده از رویکرد پس رویدادی است. به‌منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، از رگرسیون خطی چندگانه که مبتنی بر داده‌های ترکیبی بوده، استفاده‌شده که با استفاده از روش‌های آماری و اقتصادسنجی به بررسی و آزمون فرضیه‌ها پرداخته‌شده است. جامعه آماری این پژوهش، تمام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به‌منظور انتخاب نمونه از بین شرکت‌های عضو جامعه آماری، شرکت‌هایی که حائز شرایط زیر بودند برای بررسی انتخاب شـدند و در ادامه، به جمع‌آوری و آزمون داده‌های این شرکت‌ها در دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۷ به مدت ۵ سال (به خاطر وقفه متغیر وابسته) پرداخته شد.





- شرکت‌ها از نوع سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی یا بانک‌ها و غیره نباشند، زیرا افشای اطلاعات مالی و ماهیـت فعالیت این نوع شرکت‌ها متفاوت است.
- باهدف کنترل اثر زمانی و متغیرهای مداخله‌گر محیطی ناشی از شرایط زمانی، پایان سال مالی آن‌ها منتهی بـه ۲۹ اسفند باشد.
- قبل از سال ۱۳۹۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته‌شده باشند.
- وقفه معاملاتی بیش از شش ماه نداشته باشند.
- در هر صنعت حداقل ۵ شرکت وجود داشته باشد.

با توجه به بررسی‌های انجام‌شده، ۸۴ شرکت در بازه زمانی یادشده حائز شرایط بالا بودند و برای نمونه پـژوهش انتخاب شدند. اطلاعات لازم شرکت‌ها از طریق نرم‌افزار ره‌آورد نوین و پایگاه رسمی اینترنتی سازمان بورس اوراق بهادار گردآوری شد و داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار *Eviews* تجزیه‌وتحلیل شدند.

## ۶- مدل و متغیرهای پژوهش

جهت تجزیه‌وتحلیل فرضیه‌ها با استناد به پژوهش درایور و همکاران (۲۰۲۰)، از **مدل (۱)** و **(۲)** استفاده‌شده است:

$$D/E_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 D/E_{it-1} + \alpha_2 SWING_{it-1} + \alpha_3 EA_{it-1} + \alpha_4 MTB_{it-1} + \alpha_5 DAA_{it-1} + \alpha_6 IND_{it-1} + \alpha_7 LEV_{it-1} + \alpha_8 SIZE_{it-1} + \alpha_9 AGE_{it} + \alpha_{10} PEER_{it-1} + \varepsilon_{it}. \quad (۱)$$

$$D/S_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 D/S_{it-1} + \alpha_2 SWING_{it-1} + \alpha_3 EA_{it-1} + \alpha_4 MTB_{it-1} + \alpha_5 DAA_{it-1} + \alpha_6 IND_{it-1} + \alpha_7 LEV_{it-1} + \alpha_8 SIZE_{it-1} + \alpha_9 AGE_{it} + \alpha_{10} PEER_{it-1} + \varepsilon_{it}. \quad (۲)$$

که در آن:

- *D/E*: نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم.
- *D/S*: نسبت سود تقسیمی به فروش.
- *SWING*: فشار سرمایه‌گذاران.
- *EA*: نرخ سودآوری شرکت.
- *DAA*: رشد شرکت.
- *MBT*: نسبت ارزش بازاری به دفتری سهام.
- *IND*: استقلال هیئت‌مدیره.
- *LEV*: اهرم مالی.
- *AGE*: سن شرکت.
- *PEER*: نسبت سود تقسیمی به فروش صنعت.
- *SIZE*: اندازه شرکت.

## ۱-۶- متغیرهای پژوهش

### ٦-١-١- متغیرهای مستقل

فشار سرمایه‌گذاران (*SWING*): یک متغیر دامی است به‌طوری‌که اگر اندازه شرکت و نسبت حجم معاملات، هر دو بالای میانه باشد یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود (درایور و همکاران، ۲۰۲۰).

حجم معاملات (*DCHURN*): از تقسیم حجم معاملات سالانه به کل تعداد سهام شرکت به دست می‌آید.

اندازه شرکت (*SIZE*): از لگاریتم طبیعی کل دارایی شرکت محاسبه می‌شود.

### ٦-١-٢- متغیر وابسته

سیاست تقسیم سود (*D*): در این پژوهش از دو متغیر زیر به‌عنوان سیاست تقسیم سود استفاده‌شده است (درایور و همکاران، ۲۰۲۰):

- نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم (*D/E*): نسبت سود تقسیمی هر سهم به سود هر سهم.
- نسبت سود تقسیمی به فروش (*D/S*): مبلغ سود تقسیمی تقسیم بر مبلغ فروش.

### ٦-١-٣- متغیرهای کنترلی

بر مبنای پژوهش درایور و همکاران (۲۰۲۰) از متغیرهای کنترلی زیر استفاده‌شده است:

- نرخ سودآوری شرکت (*EA*): نسبت سود قبل از مالیات بر کل دارایی. انتظار می‌رود شرکت‌های با نرخ سودآوری بالاتر، سود سهام بیشتری پرداخت کنند.
- رشد شرکت (*DAA*): نسبت تغییرات دارایی به کل دارایی سال قبل. پیش‌بینی می‌شود شرکت‌هایی که رشد بیشتری را در دارایی‌های خود تجربه می‌کنند به دلیل محدودیت‌های وجه نقد، سود سهام کمتری پرداخت نمایند.
- نسبت ارزش بازاری به دفتری سهام (*MTB*): نسبت ارزش بازاری به دفتری حقوق صاحبان سهام. پیش‌بینی می‌شود شرکت‌هایی که با فرصت سرمایه‌گذاری قابل ملاحظه‌ای روبه‌رو هستند، نیاز به وجه نقد بیشتری دارند و لذا سعی می‌کنند سود سهام کمتری پرداخت کنند.
- استقلال هیئت‌مدیره (*IND*): نسبت اعضای غیر موظف به‌کل اعضای هیئت‌مدیره. افزایش استقلال هیئت‌مدیره می‌تواند باعث بهبود فرآیندهای کنترلی در شرکت شده و مشکلات مربوط به تضاد منافع بین مدیران و مالکان را که ناشی از تئوری نمایندگی می‌باشد را تا حد زیادی کاهش دهد و بر پایداری رفتار تقسیم سود تأثیرگذار باشد.
- اهرم مالی (*LEV*): نسبت کل بدهی به‌کل دارایی. انتظار می‌رود شرکت‌هایی که نسبت بدهی بالاتری دارند تحت‌فشار بیشتری از سوی اعتباردهندگان جهت کاهش پرداخت سود سهام قرار گیرند.
- سن شرکت (*AGE*): لگاریتم طبیعی تعداد سال‌هایی که از زمان تاسیس شرکت می‌گذرد. برآوری می‌شود شرکت‌های با عمر بالاتر، با فرصت‌های سرمایه‌گذاری کمتری مواجه بوده و لذا سود سهام بیشتری را نیز بین سهامداران توزیع می‌نماید.
- نسبت سود تقسیمی به فروش صنعت (*PEER*): مبلغ کل سود تقسیمی یک صنعت در یک سال بر کل فروش آن صنعت در همان سال. پیش‌بینی می‌شود شرکت‌های فعال در هر صنعت از الگوی پرداخت سود سهام یکسانی تبعیت کنند.
- اندازه شرکت (*SIZE*): لگاریتم طبیعی کل دارایی. انتظار می‌رود شرکت‌های بزرگ به بازارهای سرمایه بهتری دسترسی دارند و همین موضوع به آن‌ها اجازه می‌دهد که سود نقدی بیشتری را به سهامداران پرداخت کنند.

## ۷- یافته‌های پژوهش

### ۱-۷- آمار توصیفی

**جدول ۱** آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که بیان‌کننده پارامترهای توصیفی مجزای هر متغیر است. آماره‌های مذکور شمایی کلی از وضعیت توزیع داده‌های پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش.
Table 1- Descriptive statistics of research variables.

| نماد | میانگین | میانه | بیشترین | کمترین | انحراف معیار |
|---|---|---|---|---|---|
| D/E | 0.545 | 0.505 | 2.506 | -0.352 | 0.394 |
| D/S | 0.14 | 0.058 | 0.963 | 0.000 | 0.19 |
| SWING | 0.217 | 0.000 | 1 | 0.000 | 0.413 |
| EA | 0.138 | 0.115 | 0.674 | -0.403 | 0.16 |
| MTB | 0.363 | 0.288 | 1.766 | -0.738 | 0.28 |
| DAA | 0.188 | 0.13 | 1.293 | -0.4 | 0.255 |
| IND | 0.655 | 0.6 | 1 | 0.2 | 0.184 |
| LEV | 0.577 | 0.599 | 1.273 | 0.046 | 0.204 |
| SIZE | 14.208 | 14.118 | 19.313 | 10.491 | 1.522 |
| AGE | 3.617 | 3.761 | 4.276 | 2.639 | 0.418 |
| PEEER | 0.138 | 0.115 | 0.374 | 0.00003 | 0.161 |

همان‌طور که مشاهده می‌شود میانگین نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم برابر با ۰/٥٤ است و بیانگر آن هست که شرکت‌ها به‌طور متوسط بیش از نیمی از سود خود را تقسیم می‌کنند. با توجه به آنکه برای شاخص فشار سرمایه‌گذاران از دو معیار استفاده‌شده است، به‌طور متوسط ۲۲% شرکت‌ها این ویژگی را دارند. ازآنجایی‌که برخی از شرکت دارای حقوق صاحبان سهام منفی هستند، نسبت بدهی آن‌ها بیشتر از یک شده است. به همین دلیل حداقل نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری نیز منفی شده است. همچنین صنعت کانه‌های فلزی و صنعت سیمان به ترتیب بیشترین و کمترین نسبت سود تقسیمی به فروش را به خود تخصیص داده‌اند. متغیر نرخ سودآوری کمترین و اندازه شرکت بیشترین پراکندگی را در بین کل متغیرها به خود اختصاص دادند.

## ۲-۷- آزمون مانایی

نتایج آزمون مانایی متغیرهای پژوهش در **جدول ۲** ارائه‌شده است.

جدول ۲- نتایج آزمون مانایی متغیرهای پژوهش.
Table 2- Mana test results of research variables.

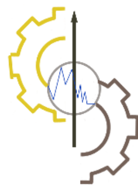
| متغیرها | آزمون فیشر | سطح معنی‌داری | نتیجه |
|---|---|---|---|
| D/E | 279.018 | 0.000 | مانا |
| D/S | 375.587 | 0.000 | مانا |
| SWING | 219.245 | 0.000 | مانا |
| EA | 227.961 | 0.001 | مانا |
| MTB | 237.086 | 0.000 | مانا |
| DAA | 329.386 | 0.000 | مانا |
| IND | 275517 | 0.000 | مانا |
| LEV | 243.308 | 0.000 | مانا |
| SIZE | 352.238 | 0.000 | مانا |
| AGE | 154.347 | 0.000 | مانا |
| PEEER | 238.539 | 0.000 | مانا |

ازآنجایی‌که مقدار احتمال تمام متغیرها کوچک‌تر از ۵% است، ایستا بودن متغیرها به تأیید می‌رسد؛ به این معنا که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت است. درنتیجه استفاده از این متغیرها در مدل، رگرسیون کاذبی به وجود نمی‌آورد.

## ۳-۷- بررسی وجود هم خطی

در این پژوهش از روش عامل تورم واریانس (*VIF*) وجود یا عدم وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل بررسی می‌شود که نتایج در **جدول ۳** نشان داده‌شده است.

سید نژاد فهیم و همکاران/ مدیریت نوآوری و راهبردهای عملیاتی، دوره ۲، شماره ۲، تابستان ۱۴۰۰، صفحه: ۱۷۹-۱۶۷







جدول ۳- بررسی وجود هم خطی.
**Table 3-Check for alignment.**

| متغیرهای تحقیق | عامل تورم واریانس (VIF) |
|---|---|
| SWING | 1.4007 |
| EA | 1.874 |
| MTB | 1.325 |
| DAA | 1.056 |
| IND | 1.104 |
| LEV | 2.169 |
| SIZE | 1.622 |
| AGE | 1.038 |
| PEEER | 1.992 |

چنانچه آماره *VIF* بزرگ‌تر از ۱۰ باشد در آن صورت هم‌خطی در مدل تحقیق وجود خواهد داشت. با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، متغیرهای تحقیق دارای هم‌خطی نیستند.

### ۴-۷- آزمون خودهمبستگی

در این پژوهش جهت بررسی عدم وجود خودهمبستگی بین جملات خطا از آزمون خودهمبستگی بروش گادفری استفاده می‌شود که نتایج آن در **جدول ٤** ارائه‌شده است.

جدول ۴- آزمون خودهمبستگی بروش گادفری (**LM test**).
**Table 4- Godfrey self-correlation test (LM test).**

| مدل‌های پژوهش | آماره F | احتمال |
|---|---|---|
| مدل اول | 22.856 | 0.000 |
| مدل دوم | 82.979 | 0.000 |

ازآنجایی‌که احتمال خطای آزمون کمتر از ۵% است، نتایج بیانگر عدم وجود خودهمبستگی بین جملات خطا است.

### ۵-۷- آزمون ناهمسانی واریانس

یکی از فروض رگرسیون خطی این است که تمامی جملات خطا دارای واریانس برابر هستند. **جدول ۵** نتایج آزمون بروش-پاگان را جهت بررسی ناهمسانی واریانس نشان می‌دهد.

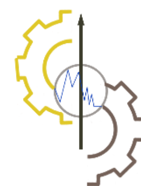
جدول ۵- آزمون ناهمسانی واریانس.
**Table 5- Inequality of variance analysis.**

| مدل‌های پژوهش | آزمون | آماره t | احتمال |
|---|---|---|---|
| مدل اول | Breusch-Pagan LM | 4732.95 | 0.000 |
| | Pesaran scaled LM | 14.933 | 0.000 |
| مدل اول | Breusch-Pagan LM | 4790.035 | 0.000 |
| | Pesaran scaled LM | 15.617 | 0.000 |

ازآنجایی‌که احتمال خطای آزمون کمتر از ۵% است، نتایج بیانگر عدم وجود ناهمسانی واریانس در مدل‌ها است.

### ۶-۷- آزمون تشخیص مدل

برای تعیین نوع مدل مورداستفاده در داده‌های ترکیبی از آزمون *F* لیمر استفاده می‌شود. نتایج آزمون در **جدول ٦** ارائه‌شده است. از آنجائی که سطح معناداری به‌دست‌آمده از آزمون *F* لیمر کوچک‌تر از ٥% است، به‌منظور برآورد این مدل‌ها از مدل داده‌های ترکیبی (*Panel*) استفاده خواهد شد.







جدول ۶- نتایج آزمون F لیمر مدل‌های پژوهش.
**Table 6- Results of F-Limer test of research models.**

| مدل‌های پژوهش | آماره | مقدار | احتمال | نتیجه آزمون |
|---|---|---|---|---|
| مدل اول | F لیمر | 7.382 | 0.000 | Panel |
| | Chi-square (χ2) | 375.287 | 0.000 | |
| مدل اول | F لیمر | 3.747 | 0.000 | Panel |
| | Chi-square (χ2) | 237.086 | 0.000 | |

در فرایند انتخاب بین دو مدل اثرات تصادفی و مدل اثرات ثابت، از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. آزمون مزبور بر پایه وجود همبستگی بین متغیرهای مستقل و اثرات انفرادی طراحی‌شده است. درصورتی‌که جز خطای تصادفی (اثر انفرادی) با متغیرهای توضیحی همبستگی داشته باشد، در آن صورت مدل اثر تصادفی تورش‌دار بوده و در چنین حالتی لازم است مدل اثر ثابت بکار گرفته شود. نتایج آزمون در **جدول ۷** بیانگر رد فرضیه صفر و لزوم استفاده از روش داده‌های پانلی به روش اثرات ثابت می‌باشد.

جدول ۷- نتایج آزمون هاسمن مدل‌های پژوهش.
**Table 7- Hausman test results of research models.**

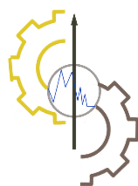
| مدل‌های پژوهش | آماره | مقدار | احتمال | نتیجه آزمون |
|---|---|---|---|---|
| مدل اول | Cross-section Random | 30.634 | 0.000 | اثرات ثابت (FE) |
| مدل دوم | Cross-section Random | 21.859 | 0.000 | اثرات ثابت (FE) |

## ۷-۷- آزمون فرضیه پژوهش

این پژوهش به بررسی تأثیر فشار سرمایه‌گذاران بر سیاست سود تقسیمی از دو منظر نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم (*D/E*) و نسبت سود تقسیمی به فروش (*D/S*) می‌پردازد. ازآنجایی‌که متغیر وابسته دارای وقفه یک‌ساله است، آزمون فرضیه با استفاده از الگوی رگرسیون داده‌های ترکیبی گشتاور تعمیم‌یافته (*GMM*) و به‌منظور بررسی معتبر بودن ماتریس ابزارها از آزمون سارگان استفاده شد. نتایج آزمون بررسی تأثیر فشار سرمایه‌گذاران بر نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم (*D/E*) در ادامه در **جدول ۸** ارائه‌شده است.

ازآنجایی‌که در روش گشتاورهای تعمیم‌یافته از رتبه‌بندی ابزاری استفاده می‌شود، لازم است تا برای بررسی معتبر بودن ماتریس ابزارها از آزمون سارگان استفاده گردد. در این آزمون، فرضیه صفر حاکی از عدم همبستگی ابزارها با اجزای خطا است. احتمال آماره سارگان برابر با ۰/۵۴ بوده و بیانگر معتبر بودن ابزار استفاده‌شده است؛ بنابراین نتایج ضرایب برآوردشـده ازنظر آماری تأییدشده و قابل تفسیر می‌باشند. همچنین جهت اطمینان از وجود و نبود خودهمبستگی در جمالت خطا به ترتیب از آزمون خودهمبستگی مرتبه اول و دوم آرلانو- باند استفاده‌شده است. بدین منظور، ضریب خود رگرسیونی مرتبه اول باید معنی‌دار بوده، اما ضریب خود رگرسیونی مرتبه دوم نباید معنی‌دار باشد. با توجه به نتایج آماری فوق، معنی‌داری *AR(1)* با احتمال ۰/۰۱ رد نمی‌شود، اما معنی‌داری *AR(2)* با احتمال ۰/۶۵ رد می‌شود که دلالت بر وجود همبستگی سریالی مرتبه اول و نبود همبستگی سریالی مرتبه دوم در جملات اخلال دارند و صحت اعتبار نتایج بر اساس روش *GMM* را تأیید می‌کنند.

با توجه به آنکه سطح معنی‌داری متغیر فشار سرمایه‌گذاران کمتر از ۵% است می‌توان بیان کرد که بین فشار سرمایه‌گذاران و نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم رابطه معنی‌داری وجود دارد؛ لذا فرضیه اول پژوهش تائید می‌شود. ضریب این متغیر نیز مثبت است؛ یعنی با افزایش فشار سرمایه‌گذاران، نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم افزایش می‌یابد. بررسی اثر متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد که با افزایش سود تقسیمی سال قبل، سود تقسیمی صنعت، نسبت بدهی و اندازه شرکت، نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم نیز به شکل معنی‌داری افزایش می‌یابد؛ همچنین شرکت‌هایی که سن کمتری دارند و رشد کمتری در دارایی‌ها را تجربه می‌کنند، نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم بیشتری دارند؛ اما بین سودآوری، ارزش بازار به دفتری و استقلال هیئت‌مدیره با متغیر وابسته رابطه معنی‌داری مشاهده نشد.





جدول ۸- نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش.

Table 8- Test results of the first research hypothesis.

| نام متغیر | مقدار ضریب | آماره t | سطح معنی‌داری |
|---|---|---|---|
| D/E(-1) | 1.49 | 7.336 | 0.000 |
| SWING | 0.014 | 3.164 | 0.001 |
| EA | 0.028 | 0.308 | 0.757 |
| MTB | 0.046 | 1.793 | 0.073 |
| DAA | -0.029 | -2.641 | 0.008 |
| IND | -0.021 | -0.8 | 0.423 |
| LEV | 0.097 | 3.314 | 0.001 |
| SIZE | 0.023 | 4.202 | 0.000 |
| AGE | -0.4 | -8.111 | 0.000 |
| PEEER | 0.186 | 2.349 | 0.019 |
| آزمون‌های تشخیص | | | |
| نام آزمون | آماره | | سطح معنی‌داری |
| Sargan test | 4.002 | | 0.549 |
| AR (1) | -2.44 | | 0.014 |
| AR (2) | 0.44 | | 0.655 |

$D/E_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 D/E_{it-1} + \alpha_2 SWING_{it-1} + \alpha_3 EA_{it-1} + \alpha_4 MTB_{it-1} + \alpha_5 DAA_{it-1} + \alpha_6 IND_{it-1} + \alpha_7 LEV_{it-1} + \alpha_8 SIZE_{it-1} + \alpha_9 AGE_{it} + \alpha_{10} peer_{it-1} + \varepsilon_{it}.$

احتمال آماره سارگان برابر با ۰/۶۲ بوده و بیانگر معتبر بودن ابزار استفاده‌شده است؛ بنابراین نتایج ضرایب برآوردشـده ازنظر آماری تأییدشده و قابل تفسیر می‌باشند. با توجه به نتایج آزمون خودهمبستگی مرتبه اول و دوم آرلانو_باند، معنی‌داری *AR(1)* با احتمال ۰/۰۴ رد نمی‌شود، اما معنی‌دار *AR(2)* با احتمال ۰/۷۵ رد می‌شود که دلالت بر وجود همبستگی سریالی مرتبه اول و نبود همبستگی سریالی مرتبه دوم در جملات اخلال دارند و صحت اعتبار نتایج بر اساس روش *GMM* را تأیید می‌کنند. با توجه به آنکه سطح معنی‌داری متغیر فشار سرمایه‌گذاران کمتر از ۵% است می‌توان بیان کرد که بین فشار سرمایه‌گذاران و نسبت سود تقسیمی به فروش رابطه معنی‌داری وجود دارد؛ لذا فرضیه دوم پژوهش تائید می‌شود. ضریب این متغیر نیز مثبت است؛ یعنی با افزایش فشار سرمایه‌گذاران، نسبت سود تقسیمی به فروش افزایش می‌یابد. بررسی اثر متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد که با افزایش سود تقسیمی سال قبل، سود تقسیمی صنعت، نرخ سودآوری و اندازه شرکت، نسبت سود تقسیمی به فروش نیز به شکل معنی‌داری افزایش می‌یابد؛ همچنین شرکت‌هایی که سن کمتری دارند، نسبت سود تقسیمی به فروش بیشتری دارند؛ اما بین رشد دارایی‌ها، نسبت بدهی، ارزش بازار به دفتری و استقلال هیئت‌مدیره با متغیر وابسته رابطه معنی‌داری مشاهده نشد. نتایج آزمون بررسی تأثیر فشار سرمایه‌گذاران بر نسبت سود تقسیمی به فروش *(D/S)* در **جدول ۹** که در ادامه به آن اشاره می‌شود ارائه‌شده است.

## ۸- بحث و نتیجه‌گیری

هدف از سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار کسب سود از طریق افزایش قیمت اوراق و دریافت سود اوراق است. سرمایه‌گذارانی که افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت دارند، معمولاً کمتر به بازده‌های نقدی سالیانه توجه می‌کنند و عمدتاً در سهامی سرمایه‌گذاری می‌کنند که بیشتر سود سالانه شرکت صرف راه‌اندازی پروژه‌های جدید می‌شود، نه تقسیم بین سهامداران. از سوی دیگر سهامدارانی قرار دارند که به دنبال جریان مداومی از سود در شرکت هستند، به همین خاطر سهام شرکت‌هایی را می‌خرند که سود نقدی بالایی به سهامدارانش پرداخت می‌کنند. لذا تناقضی بین اهداف سرمایه‌گذاری از دیدگاه میزان تقسیم سود وجود دارد. همچنین افزایش سود سهام منجر به کاهش جریان نقد آزادشده و نگرانی‌های ناشی از بیش سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. ازاین‌رو هدف از این پژوهش بررسی تأثیر فشار سرمایه‌گذاران بر سیاست تقسیم سود از دو منظر نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم و مبلغ سود تقسیمی به فروش است. نتایج پژوهش بیانگر آن است که بین فشار سرمایه‌گذاران و تقسیم سود رابطه مستقیم و معنی‌داری وجود دارد؛ یعنی هدف اصلی سهامداران شرکت‌های بزرگ و با حجم معاملاتی بالا، دریافت سود بیشتر است. یکی از دلایل این سیاست را می‌توان در عدم اطمینان محیطی دانست.

جدول ۹- نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش.
Table 9- Test results of the second research hypothesis.

| نام متغیر | مقدار ضریب | آماره t | سطح معنی‌داری |
|---|---|---|---|
| D/S(-1) | 0.107 | 1.797 | 0.073 |
| SWING | 0.009 | 2.096 | 0.036 |
| EA | -0.267 | -5.553 | 0.000 |
| MTB | 0.009 | 1.317 | 0.188 |
| DAA | -0.001 | -0.589 | 0.556 |
| IND | 0.0006 | 0.071 | 0.943 |
| LEV | -0.01 | -1.019 | 0.308 |
| SIZE | 0.028 | 7.262 | 0.000 |
| AGE | -0.11 | -6.461 | 0.000 |
| PEEER | 0.489 | 9.891 | 0.000 |

آزمون‌های تشخیص

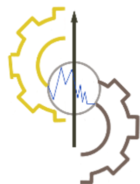
| نام آزمون | آماره | سطح معنی‌داری |
|---|---|---|
| Sargan test | 3.513 | 0.621 |
| AR (1) | -2.04 | 0.042 |
| AR (2) | 0.786 | 0.747 |

$$D/S_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 D/S_{it-1} + \alpha_2 SWING_{it-1} + \alpha_3 EA_{it-1} + \alpha_4 MTB_{it-1} + \alpha_5 DAA_{it-1} + \alpha_6 IND_{it-1} + \alpha_7 LEV_{it-1} + \alpha_8 SIZE_{it-1} + \alpha_9 AGE_{it} + \alpha_{10} peer_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

سهامداران دریافت سود قطعی در شرایط فعلی را نسبت به افزایش قیمت احتمالی در آینده ترجیح می‌دهند. از سوی دیگر یافته‌های این پژوهش تئوری نمایندگی در خصوص سود سهام را به چالش می‌کشد بطوریکه پرداخت سود سهام بالاتر بابت فشار سرمایه‌گذاران بیش از یک پاسخ ساده به مشکلات نمایندگی است. چنین فشاری از عملکرد نامناسب بازارهای مالی نشات می‌گیرد و اشتهای زیاد معامله‌گران نوسانی برای کسب بازده کوتاه‌مدت را نشان می‌دهد.

نتایج این پژوهش با مطالعات باروز و همکاران (۲۰۲۱)، درایور و همکاران (۲۰۲۰) و کومراتاناپانیا و سانتراوک (۲۰۱۳) مطابقت دارد. مطالعات مالی و اقتصادی سود سهام نباید صرفاً توسط نظریه‌های ارائه‌شده در نیم‌قرن پیش صورت گیرد، بلکه باید تغییرات عمده‌ای را که در نظریه‌ها و عملکرد حاکمیت شرکتی در محیط‌های مختلف رخ‌داده است، در نظر گرفته شود. فقط در این صورت است که می‌توان عوامل تعیین‌کننده سود سهام را به‌درستی درک کرد و در مورد سطح مناسب پرداخت سود سهام برای شرکت و اقتصاد کلان قضاوت نمود.

با توجه به نتایج این پژوهش، به سرمایه‌گذارانی که به دنبال کسب سود تقسیمی بالاتری هستند پیشنهاد می‌شود به دنبال سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بزرگ‌تری باشند که حجم معاملات بیشتری دارند، درنتیجه هم از مزیت نقد شوندگی بالاتری برخوردار می‌شوند و هم سود بیشتری را دریافت می‌کنند. همچنین با توجه به مضرات پرداخت سود بالای سهام برای شرکت، به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود جهت کاهش دامنه فعالیت معامله‌گران نوسانی اقدامات لازم را انجام دهد. به‌طور مثال می‌توان محدودیت زمانی را جهت نگهداری سهام خریداری‌شده اعمال نمود. از سوی دیگر فشار سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت جهت دریافت سود نقدی بیشتر هرچند که نگرانی‌های سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد را کاهش می‌دهد، منجر به کاهش منابع داخلی شرکت شده و فرصت‌های سرمایه‌گذاری را محدود می‌نماید، لذا پیشنهاد می‌شود تأثیر فشار سرمایه‌گذاران بر ارزش شرکت از طریق متغیر میانجی سود نقدی سهام بررسی گردد. یکی از دلایل احتمالی تمایل به توزیع سود سهام بیشتر را می‌توان در دیدگاه مدیران شرکت‌ها دید. مدیرانی که دیدگاه کوتاه‌مدت داشته و تمایل به جلب رضایت بیشتر سهامداران دارند، ممکن است توزیع سود بیشتری را پیشنهاد دهند، لذا به پژوهشگران آینده پیشنهاد می‌شود که تفاوت سیاست تقسیم سود در شرکت‌هایی که مدیران آن‌ها دارای افق‌های استراتژی‌های متفاوتی هستند را موردبررسی قرار دهند. همچنین با توجه به آنکه روش‌های متفاوتی برای پرداخت سود سهام وجود دارد، لزوم بررسی شیوه‌ها و اثرات پرداخت سود سهام در شرکت‌هایی که سود سهام بیشتری پرداخت می‌کنند ضروری به نظر می‌رسد.



## منابع

Baker, H. K., & Powell, G. (2009). *Understanding financial management: a practical guide*. John Wiley & Sons.

Barros, V., Matos, P. V., Sarmento, J. M., & Vieira, P. R. (2021). Do activist shareholders influence a manager's decisions on a firm's dividend policy: a mixed-method study. *Journal of business research*, *122*, 387-397. https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.08.048

Driver, C., Grosman, A., & Scaramozzino, P. (2020). Dividend policy and investor pressure. *Economic modelling*, *89*, 559-576. https://doi.org/10.1016/j.econmod.2019.11.016

Driver, C., Grosman, A., & Scaramozzino, P. (2020). How investor pressure leads to higher dividend payouts. *LSE business review*. https://eprints.soas.ac.uk/id/eprint/32629

Etemadi, H., & Esmaeili Kojani, M. (2016). A comprehensive review of theories dividend policy. *Accounting and auditing studies*, *5*(17), 22-35. (**In Persian**). DOI: 10.22034/IAAS.2016.99162

Fang, V. W., Tian, X., & Tice, S. (2014). Does stock liquidity enhance or impede firm innovation?. *The journal of finance*, *69*(5), 2085-2125. https://doi.org/10.1111/jofi.12187

Gallagher, T. M. (2013). *Pragmatics of language: clinical practice issues*. Springer.

Haji, T., & Sharifi, F. (2020). The relationship between information asymmetry and dividend policy of companies listed in tehran stock exchange. *Journal of new research approaches in management and accounting*, *4*(45), 121-138. (**In Persian**). http://majournal.ir/index.php/ma/article/view/567

Heidari Haratmeh, M., & Shirinbakhsh, S. (2018). Investigating the impact of the dividend policy and the ownership structure on the financing constraints (KZ Index) of the companies listed on the tehran stock exchange. *Journal of accounting and social interests*, *7*(4), 83-98. (**In Persian**). DOI: 10.22051/ijar.2017.9777.1115

Izadinia, N., Soltani, A., & Alinaqian, N. (2010). Evaluating the effective factors on dividend policy in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Accounting studies, 26,* 139-155. (**In Persian**). http://noo.rs/DZ0bA

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, *76*(2), 323-329.

Karami, G., Mehrani, S., & Eskandar, H. (2011). An investigation of agency theory and signaling theory in dividend policies: the role of institutional investors. *Journal of accounting advances, 2*(2), 109-132. (**In Persian**). DOI: 10.22099/jaa.2011.3410

Kaźmierska-Jóźwiak, B. (2015). Determinants of dividend policy: evidence from polish listed companies. *Procedia economics and finance*, *23*, 473-477. https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)00490-6

Khodamipour, A., Houshmand Zaferanie, R., & Deldar, M. (2013). Investigation into effective tax rate impact on dividend policy in firms listed in tehran stock exchange. *Iranian national tax administration*, *21*(65), 31-57. (**In Persian**). https://www.magiran.com/paper/1175855?lang=en

Komrattanapanya, P., & Suntraruk, P. (2013). Factors influencing dividend payout in Thailand: a tobit regression analysis. *International journal of accounting and financial reporting*, *3*(2), 255-268.

Kordestani, G., & Teymori, T. (2017). The effect of private information on investment and dividend policy. *Financial management strategy*, *5*(2), 27-53. (**In Persian**). DOI: 10.22051/jfm.2017.11251.1129

Mohammadzade Moghadam, M. B., Naghdi, S., & Esmaeili, J. (2018). Earning quality and dividend policy. *Journal of accounting and social interests*, *8*(1), 153-172. (**In Persian**). DOI: 10.22051/ijar.2017.15511.1300

moradi, M., & Deldar, M. (2012). Investigation of effect of the non-institution shareholders on dividend policy. *Financial accounting knowledge*, *2*(4), 106-124. (**In Persian**). https://jfak.journals.ikiu.ac.ir/article_1201.html?lang=en

Saraf, F., & Chavoshi Tehrani, M. (2016). The relationship between corporate profit sharing policy and major suppliers and customers of goods and services. *Financial accounting and auditing research, 8*(32), 29-48. (**In Persian**). http://faar.iauctb.ac.ir/article_528669.html

Tran, Q. T. (2020). Corruption, agency costs and dividend policy: international evidence. *The quarterly review of economics and finance*, *76*, 325-334. https://doi.org/10.1016/j.qref.2019.09.010

Wang, J. (2012). Do firms' relationships with principal customers/suppliers affect shareholders' income?. *Journal of corporate finance*, *18*(4), 860-878. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.06.007

Zagonel, T., Terra, P. R. S., & Pasuch, D. F. (2018). Taxation, corporate governance and dividend policy in Brazil. *RAUSP management journal*, *53*(3), 304-323.